

LA PRÉVISION DU BÉNÉFICE COMPTABLE PAR LE DIVIDENDE

Professeur Fodil Adjaoud, Ph.D.

École de gestion
Université d'Ottawa
136 Jean-Jacques Lussier
Ottawa, Ontario
Canada
K1N 6N5

adjaoud@management.uottawa.ca

Professeur Imed Chkir, Ph.D.

École de gestion
Université d'Ottawa
136 Jean-Jacques Lussier
Ottawa, Ontario
Canada
K1N 6N5

chakir@management.uottawa.ca

Professeur Abdul Rahman, Ph.D.

École de gestion
Université d'Ottawa
136 Jean-Jacques Lussier
Ottawa, Ontario
Canada
K1N 6N5

rahman@management.uottawa.ca

RÉSUMÉ

Cette étude analyse la relation entre les décisions de changement des dividendes et les bénéfices futurs des entreprises canadiennes cotées sur la bourse de Toronto au cours de la période 1985 à 2003. En utilisant une méthodologie similaire à celles de Nissim et Ziv (2001) et Freeman, Ohlson et Penman (1982) sur les données américaines, et en distinguant les dividendes à la hausse des dividendes à la baisse, les résultats obtenus ne supportent pas l'hypothèse de la « neutralité » selon laquelle il n'y aurait aucun lien entre les changements des dividendes et les bénéfices futurs, ni l'hypothèse selon laquelle les versements des dividendes sont dictés par un souci de réduction des coûts d'agence entre les dirigeants et les actionnaires. Les résultats montrent plutôt que les décisions de changement des dividendes (particulièrement les augmentations de ceux-ci), sont suivies par des augmentations du bénéfice au cours des deux années suivant la décision. Ceci suggère que le dividende véhicule de l'information quant aux performances futures des entreprises canadiennes, et ce indépendamment du dénominateur utilisé pour définir les changements dans la rentabilité future. Nos résultats montrent également que les rendements sur les fonds propres sont caractérisés par une tendance centrale.

Mots clés : dividende, bénéfice futur, signalisation, gouvernance d'entreprise.

ABSTRACT

Recently Nissim and Ziv (2001) have shown that dividend changes provide information about the level of profitability in subsequent years, "incremental to market and accounting data." (page 2111). In addition, they provide evidence that dividend changes are positively related to earnings in each of the two years after the dividend change. Their methodology accounts for the econometric bias introduced by a market deflator and for the Freeman, Ohlson and Penman (1982) finding that return on equity (ROE) is a predictor of earnings changes and is mean reverting. In this paper, using the Nissim and Ziv methodology for Canadian data, we find statistically significant evidence in favour of the dividend signaling hypothesis. Interestingly and different for the US data, our results are stable irrespective of whether a book or market value deflator is used. We also find in reliable evidence that ROE is mean reverting.

Keywords: dividend, future earnings, signaling, corporate governance.

LA PRÉVISION DU BÉNÉFICE COMPTABLE PAR LE DIVIDENDE

1. INTRODUCTION

Notre objectif est de tester la relation entre les changements de dividende et la rentabilité future de l'entreprise à partir de données canadiennes. La littérature financière suggère trois scénarios possibles concernant cette relation. Tout d'abord, il existe des études qui prétendent que la relation entre les changements de dividende et la rentabilité future devrait être positive. C'est l'hypothèse classique du contenu informationnel du dividende énoncée par les écrits de Modigliani et Miller (1961) et plus récemment par Nissim et Ziv (2001). Il existe cependant une deuxième interprétation à l'effet que les hausses de dividende seraient justifiées par une volonté de la part des gestionnaires de réduire les coûts d'agence dus à l'utilisation des flux monétaires libres. Cette hypothèse s'applique notamment aux gestionnaires d'entreprises ayant atteint la « maturité » caractérisée par une baisse de leurs opportunités d'investissement rentables [Jensen, 1986, Grullon, Michaely et Swaminathan, 2002]. Finalement, la troisième hypothèse est celle de la « neutralité » qui stipule que les changements de dividende ne contiennent pas d'information sur la rentabilité future et qu'il n'y aurait ainsi aucune relation entre les deux variables. C'est la thèse qui découle des résultats de Watts (1973) et Gonedes (1978) ainsi que de l'étude récente de Benartzi, Grullon, Michaely et Thaler (2002).

Au Canada, la relation entre les changements de dividende et la rentabilité future n'a pas attiré des études empiriques. Pourtant des résultats différents de ceux des études américaines pourraient y émerger étant donné les caractéristiques spécifiques aux marchés canadiens, à la concentration de la propriété des entreprises ainsi qu'à la fiscalité

canadienne.

Dans la présente recherche, nous testons quatre modèles pour vérifier la relation entre les changements de dividende et la rentabilité future. Nos résultats montrent que les bénéfices futurs sont positivement corrélés avec les changements à la hausse de dividendes pour au moins les deux années suivant la décision des gestionnaires d'augmenter le dividende. Ces résultats ne supportent pas l'hypothèse de neutralité ni celle des coûts d'agence, mais renforcent plutôt l'hypothèse classique du contenu informationnel du dividende.

Le reste de cet article se présente comme suit : À la section II, nous passons en revue la littérature récente sur les trois hypothèses liées à la distribution du dividende. La section III décrit notre échantillon. À la section IV, nous discutons les modèles et les résultats obtenus et la section V conclut cette étude.

2. REVUE DE LA LITTÉRATURE

Modigliani et Miller (1961) ont établi la non-pertinence de la politique de dividende sur la valeur de l'entreprise. Cependant, l'étude avançait que l'annonce du dividende pourrait véhiculer de l'information sur la rentabilité de celle-ci provoquant ainsi une réaction du marché et la correction des prix boursiers. C'est l'hypothèse classique du "contenu informationnel du dividende". Différents modèles théoriques dont notamment Bhattacharya (1979), Miller et Rock (1985), John et Williams (1985) ont renforcé cette hypothèse qui fut d'ailleurs testée par plusieurs études empiriques tant canadiennes [Adjaoud, 1984)] qu'américaines [Charest, 1978 ; Aharony et Swary, 1980 ; Asquith et Mullins, 1983 ; Kalay et Lowenstein, 1985]. En particulier, Lintner (1956) et Miller

(1987) ont avancé l'idée que les changements de dividende révélaient de l'information sur le bénéfice permanent de l'entreprise. Asquith et Mullins (1983) et Healy et Palepu (1988) ont rapporté des résultats démontrant une relation positive entre l'annonce des dividendes en espèces et la rentabilité future de l'entreprise. Récemment, Nissim et Ziv (2001) rapportaient que les changements de dividende contiennent de l'information sur les niveaux de rentabilité future dans les années subséquentes en plus de celle qui serait contenue dans les données financières et comptables. L'étude démontre aussi que les changements de dividende sont positivement reliés aux bénéfices futurs dans chacune des deux années suivant l'annonce du dividende.

Toutefois, d'autres études ont rapporté des résultats en contradiction avec l'hypothèse classique du dividende. C'est le cas de DeAngelo, DeAngelo et Skinner (1996) et Benartzi, Michaely et Thaler (ci-après BMT, 1997). En particulier, BMT constataient que le taux de croissance des bénéfices des firmes qui annonçaient des hausses de dividende n'augmentait pas dans les années subséquentes. BMT montraient, au contraire, que les changements de dividende étaient en relation avec les bénéfices courants et ceux des années précédentes. Un tel résultat n'est pas en accord avec l'hypothèse que les changements de dividende sont annonciateurs de rentabilité future. Nissim et Ziv (2001) ont rapporté des résultats similaires mais les attribuaient à une mauvaise spécification de leur modèle d'analyse. C'est ainsi que lorsqu'ils adoptaient la valeur « comptable » au lieu de la valeur « marchande » pour standardiser les changements de bénéfices, leurs résultats étaient en accord avec l'hypothèse classique. Brook, Charlton et Hendershott (1998) ont constaté une relation positive entre les changements de dividende et les flux

monétaires permanents, mais préviennent toutefois que ces résultats ne signifieraient pas que les changements de dividende signaleraient la rentabilité future.

D'autres études ont soulevé d'autres interprétations possibles. Par exemple, Grullon, Michaely et Swaminathan (2002) (ci-après GMS) ont conclu que le rejet de l'hypothèse classique du dividende par BMT suggère que les changements de dividende ne contiennent pas de l'information sur la rentabilité, mais plutôt sur le coût du capital de l'entreprise. GMS propose l'hypothèse de "maturité" selon laquelle les hausses de dividende seraient en relation avec la baisse, dans les années futures, de la rentabilité et du risque de l'entreprise. D'autres études ont rapporté des résultats similaires, notamment Ventakesh (1989), Dyl et Weigand (1998) et Bajaj et Vijh (1990). Leur raisonnement se base sur le fait que les entreprises « matures » afficheraient des opportunités de croissance réduites dans l'avenir, ce qui réduirait leur rentabilité et ainsi leurs bénéfices futurs. Par conséquent, leur niveau de risque systématique se trouve également réduit [Berk, Green et Naik, 1999]. À partir du fait que les entreprises « matures » auraient des flux monétaires excédentaires élevés, étant donné la réduction de leur portefeuille de projets rentables, GMS prédise l'hypothèse que ces firmes devraient connaître une réduction de leur risque systématique et de leur taux de croissance des bénéfices futurs. Une telle conclusion serait compatible avec Jensen (1986) sur les flux monétaires libres qui prédisait que les dirigeants utiliseraient l'annonce du dividende pour réduire les coûts d'agence de tels flux monétaires plutôt que d'annoncer une rentabilité future des bénéfices. Si on acceptait une telle interprétation, les annonces de hausses de dividende seraient en corrélation négative avec la rentabilité future et le risque systématique.

La troisième catégorie d'études ayant testé la relation entre les changements de dividende et la rentabilité future de l'entreprise a rapporté des résultats qui appuieraient l'hypothèse de « neutralité ». En effet, certains résultats rejettent tout lien possible entre les changements de dividende et la rentabilité future. C'est le cas de Watts (1973) et Gonedes (1978). Ce résultat fut d'ailleurs renforcé par Dyl et Weigand (1998) qui ne constataient aucune relation entre la décision de verser le dividende et l'augmentation des bénéfices futurs. Finalement, Benartzi, Grullon, Michaely et Thaler (2002) ont trouvé que, contrairement à l'hypothèse classique du dividende, les changements de dividende ne contiendraient aucune information concernant les bénéfices futurs.

D'autres études présentent de l'intérêt pour la nôtre. Fama et French (2001) ont constaté que les entreprises américaines versent de moins en moins de dividende et que la proportion de celles ayant versé est passée de 60.5 % en 1978 à seulement 20.8 % en 1999. Cette propension à ne pas verser le dividende s'expliquerait par les changements dans les caractéristiques des firmes américaines qui deviennent publiques. Celles-ci sont de plus en plus de petite taille et en forte croissance, et de moins en moins rentables. En effet, leur rentabilité, mesurée en termes de rendement des capitaux propres était de 18 % de 1973 à 1977 pour atteindre 2 % de 1993 à 1999. Étant de moins en moins rentables mais faisant face à de fortes opportunités de croissance, ces entreprises décideraient de ne plus verser de dividende. En dépit de ces constatations, DeAngelo, DeAngelo et Skinner (2004) ont montré qu'au niveau macro-économique les dividendes réels payés par les firmes américaines durant la période couverte par Fama et French (2001) ont augmenté. Ni l'une ni l'autre de ces études n'a exploré les raisons qui poussent encore les entreprises américaines à continuer, malgré leur proportion de plus en plus moindre, à

verser le dividende. Baker et Wurgler (2004) ont avancé l'idée d'un dividende à la « carte » en ce sens que les entreprises continuent de les verser parce que les investisseurs prisent davantage les titres à dividendes élevés. Par contre, Skinner (2004) avance l'idée que le versement des dividendes envoie des signaux quant à la qualité des résultats de l'entreprise versante et par conséquent si ces derniers sont de bonne qualité, alors il devrait y avoir une forte corrélation entre les changements de dividende et les bénéfices futurs¹.

En résumé, la revue de la littérature révèle l'existence de trois hypothèses possibles et contradictoires que nous pouvons tester. La première est l'hypothèse classique du dividende et stipule l'existence d'une relation positive entre les changements du dividende et les bénéfices futurs. La deuxième est l'hypothèse de « maturité » qui prédit une relation négative entre les changements de dividende et les bénéfices futurs. Enfin, la troisième hypothèse est celle de la « neutralité » qui prédit l'absence de relation entre les changements de dividende et la rentabilité de l'entreprise.

Il va sans le dire que les études rapportées ici sont pour la plupart fondées sur des données américaines. Au Canada, les études similaires sont absentes en dépit du fait qu'il s'agit d'un aspect essentiel de la théorie financière et de la gouvernance des entreprises. Pourtant, des résultats intéressants peuvent y émerger avec les données canadiennes, étant donné l'étroitesse des marchés financiers, la concentration de la propriété des entreprises et de la fiscalité au Canada.

¹ Pour plus de détails sur cet aspect de la qualité des résultats comptables, nous référons à Penman (2001), Ball, Robin et Wu (2003) et Watts (2003).

3. DESCRIPTION DE L'ÉCHANTILLON

Les entreprises de notre échantillon sont listées à la Bourse de Toronto de 1985 à 2003. Leurs données financières et comptables proviennent de la banque de données Stockguide pour la même période. Les variables ayant été utilisées pour tester nos hypothèses de recherche sont: les bénéfices et les dividendes par action, le ratio de bénéfice sur les fonds propres, la valeur aux livres, le prix boursier de fermeture des actions ainsi que le ratio du prix sur la valeur aux livres. Nous avons défini les changements du dividende et du bénéfice comme étant la différence entre le montant de l'année moins celui de l'année dernière. Nous avons regroupé les entreprises dans trois catégories selon le signe du changement du dividende, soit le groupe des hausses, des baisses de dividendes ainsi que celui des dividendes stables.

Suivant Watts (1973), nous avons utilisé le dividende annuel plutôt que trimestriel puisque les dividendes seraient plus en fonction du bénéfice annuel que trimestriel. Nous avons éliminé les firmes ayant des données manquantes sur les dividendes et sur chacune des autres variables. L'échantillon total est de 1 379 observations, soit 627 hausses, 235 baisses de dividendes et 517 dividendes stables.

Tout comme DeAngelo et DeAngelo (1990) et Nissim et Ziv (2001) pour les USA, nous avons constaté qu'au Canada, il y a environ 3 fois plus de hausses (45 %) que de baisses (17%), confirmant ainsi les résultats de Adjaoud (1986). D'après le tableau 1, nous constatons également que la moyenne des variations en hausse de dividendes est de 20.7% alors que celle des baisses est de -36.3% , ce qui confirme que les gestionnaires préfèrent souvent opter pour des baisses plus importantes relativement lorsqu'ils ne peuvent les éviter. Cette constatation est encore plus marquée lorsqu'on considère les

changements de dividendes en dollars (0.054 pour les hausses contre -0.443 pour les baisses). Il est facile de constater que la distribution des hausses et des baisses (surtout en termes de variation de relative de dividende) s'approche de la loi normale puisque la médiane et la moyenne sont très similaires, surtout dans le cas des hausses. Ce résultat découle aussi des coefficients d'asymétrie et d'aplatissement.

Le tableau 1 montre que les firmes qui haussent leur dividende affichent une rentabilité plus élevée en termes de bénéfice que leurs homologues qui baissent leur dividende, soit 0.152 \$ et -0.438 \$, respectivement. Les firmes qui stabilisent leur dividende affichent un bénéfice par action moyen se situant entre celui des deux autres groupes, soit -0.043 \$. C'est la même constatation lorsque nous nous basons sur la variation du bénéfice qui est de 59.60 % et -13.90 %, pour les firmes ayant haussé et baissé leurs dividendes, respectivement. En consultant la médiane, on constate que les trois groupes affichent une variation de bénéfice de 11.1%, -8.90 % et -0.60 %, pour les firmes ayant haussé, baissé ou stabilisé leur dividende, respectivement. Le taux de rendement sur l'avoir véhicule le même message puisqu'il s'élève à 16.295% contre 2.063 % pour chacun des deux groupes. Les firmes ayant stabilisé leur dividende affichent quant à elles, un taux de rendement de 9.168 %. Finalement, le marché anticipe de meilleures opportunités d'investissement rentables pour le groupe des firmes ayant haussé leurs dividendes que les autres puisque le ratio du cours boursier sur la valeur comptable est de 2.368 pour le premier groupe alors qu'il n'est que de 1.743 pour le deuxième groupe et 1.878 pour le groupe des stables.

L'ensemble de ces résultats concernant la rentabilité accrédite davantage l'hypothèse classique du contenu informationnel des dividendes que les deux autres hypothèses

puisque'ils permettent de constater que les firmes ayant haussé leur dividende seraient plus rentables que celles l'ayant baissé et, qu'en plus, elles anticipent de meilleures opportunités futures. Dans ce qui suit, nous approfondissons cet aspect en testant deux modèles empiriques reliant la rentabilité future aux changements du dividende².

***** Insérer le Tableau 1 ici *****

4. MÉTHODOLOGIE ET RÉSULTATS

Conformément à Nissim et Ziv (2001) et BMT (1997), nous explorons la relation entre les changements du dividende et les bénéfices futurs. Plus spécifiquement, nous estimons la régression suivante :

$$\frac{BPA_t - BPA_{t-1}}{P_0} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{DPA_t - DPA_0}{DPA_0} + \xi_t \quad (1)$$

où BPA_t est le bénéfice par action de l'année t ($t = 1, 2, 3$), P_0 est le prix boursier par action au début de l'année du changement du dividende, DPA_t est le dividende par action de l'année t . Plus concrètement, nous estimons la relation entre le changement du dividende et le changement du bénéfice de la même année, celui de l'année 1 et celui de l'année 2. L'idée sous-jacente au modèle est que les bénéfices suivent une marche aléatoire de sorte que les changements dans le bénéfice sont une mesure du bénéfice anormal, une proxy du bénéfice futur. Rappelons que Nissim et Ziv (2001) ont rapporté une relation statistique significative entre les changements du dividende et les changements du bénéfice seulement lorsque le dénominateur dans le coté gauche de

² Dans le reste de l'article, nous excluons le groupe des dividendes stables pour des raisons statistiques.

l'équation est le prix boursier. Toutefois, leur étude ainsi que celle de BMT (1997) ne rapportaient aucune relation significative dans les deux années subséquentes ($t=1$ et 2).

Nos résultats sont présentés au tableau 2. La partie A du tableau qui porte sur l'échantillon total montre que le coefficient α_1 est positif et statistiquement significatif à un degré très élevé pour les deux années qui suivent la décision d'augmenter le dividende. Ce résultat supporte l'hypothèse de signalisation sous-jacente à la hausse du dividende. Il est en contradiction avec les résultats de BMT qui relevait l'absence de signification entre les deux variables et légèrement différents de ceux de Nissim et Ziv (2001) pour lesquels la relation n'est significative que l'année subséquente à celle du changement du dividende.

Dans la partie B du tableau 2, on constate que dans le cas des hausses de dividende, la relation est significative pour les années $t=1$ et $t=2$ et ne l'est pas pour $t=3$. Ce résultat est différent de celui sur les données américaines rapportées par Nissim et Ziv (2001) et par BMT (1997). Par contre, le résultat relatif aux baisses de dividende (partie C) est totalement différent de celui des hausses puisque la relation n'est pas significative entre les deux variables dans ce cas. Il semble en effet que la décision de baisser le dividende n'envoie aucun signal sur la rentabilité future de l'entreprise, ce qui serait consistant avec l'hypothèse de la neutralité découlant des résultats de BMT (1997), Gonedes (1978), Benartzi, Grullon, Michaely et Thaler (2002). Par contre, un tel résultat pourrait se justifier par le fait que la décision de baisser le dividende est souvent la conséquence d'un fait accompli de plusieurs années de baisse de rentabilité et ne signifierait pas que de telles baisses se maintiendraient dans le futur.

***** Insérer le Tableau 2 ici *****

Notons que Nissim et Ziv (2001) ainsi que BMT (1997) ont soulevé la possibilité qu'il existe un problème économétrique dû à l'utilisation du dénominateur dans le coté gauche de l'équation que nous testons. Ils constataient en effet une certaine sensibilité de leurs résultats selon qu'ils utilisaient le prix de l'action ou la valeur comptable. En effet, si le prix de marché des actions reflète les attentes des actionnaires quant aux bénéfices futurs, et que les changements des dividendes véhiculent de l'informations sur ces bénéfices, ceci peut entraîner une relation négative entre la variable dépendante telle que définie dans le modèle (1) et les changements des dividendes. Ainsi nous avons testé une deuxième version du modèle (1) en remplaçant le prix du marché des actions par leur valeur comptable (VC)_t :

$$\frac{BPA_t - BPA_{t-1}}{VC_0} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{DPA_1 - DPA_0}{DPA_0} + \xi_t \quad (2)$$

Les résultats figurent au tableau 3. Contrairement aux études sur les données américaines, nous ne constatons pas de différence significative entre les résultats des deux versions du modèle lorsque nous considérons les résultats de la partie A ni ceux de la partie C. Par contre, les résultats y sont légèrement différents au niveau des hausses (partie B) puisque nous constatons qu'avec la deuxième version, les résultats soutiennent une relation statistiquement significative pour les années $t = 1, 2$ et 3 à un niveau de confiance d'au moins 97 %.

***** Insérer le Tableau 3 ici *****

Conformément à Nissim et Ziv (2001), Freeman, Ohlson et Penman (1982) et Fama et French (2000), nous introduisons dans les deux modèles (1 et 2) la variable de contrôle rendement sur les fonds propres *RFP* (mesurée par le ratio des bénéfices sur les fonds propres) afin de contrôler pour un éventuel effet de retour à la moyenne des bénéfices futurs. On pourrait ainsi s'attendre à ce qu'une valeur élevée (faible) de *RFP* conduise à une valeur faible (élevée) des changements des bénéfices futurs. Par conséquent, nous avons modifié le modèle 1 comme suit :

$$\frac{BPA_t - BPA_{t-1}}{P_0} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{DPA_1 - DPA_0}{DPA_0} + \alpha_2 RFP_{t-1} + \xi_t \quad (3)$$

S'il existe un effet de retour à la moyenne des rendements sur les fonds propres, on devrait avoir $\alpha_2 < 0$. L'introduction de la variable *RFP* dans le modèle vise également à tester si le changement de dividende ajoute de l'information en plus de celle contenue dans l'annonce du bénéfice comptable. C'est le cas si les coefficients α_2 et α_1 sont tous deux significatifs. Par contre si seulement α_2 est significatif alors nous concluons que le changement de dividende ne contiendrait pas d'information supplémentaire sur la rentabilité future.

Nous présentons les résultats de la régression au tableau 4. La partie A montre les résultats pour l'échantillon total. On y voit clairement que α_2 est positif pour $t=1$, ce qui contredit les constatations rapportées avec les données américaines par Nissim et Ziv (2001). Dans notre cas, il signifierait que les bénéfices de l'année 1 sont en corrélation positive avec le *RFP* de la même année et que le même résultat s'applique aussi bien pour les hausses que les baisses du dividende (voir parties B et C du tableau 4). Toutefois, en ce qui concerne l'année $t=2$, le coefficient α_2 est négatif et statistiquement significatif à un seuil de confiance très élevé. C'est donc seulement pour l'année 2, soit l'année qui suit

celle du changement du dividende, que le résultat supporte l'énoncé de Nissim et Ziv (2001) que le *RFP* est une importante variable de contrôle, et se trouve en accord avec le résultat de Freeman, Ohlson et Penman (1982) selon lequel le *RFP* a un retour à la moyenne et est un bon prédicateur du changement des bénéfices futurs dans le sens qu'un *RFP* élevé (faible) implique une diminution (augmentation) des bénéfices futurs. Les parties B et C du tableau 4, montrent que ce résultat tient aussi bien pour les hausses que pour les baisses du dividende.

L'introduction de la variable *RFP* dans le modèle n'a pas affecté les résultats quant au coefficient α_1 . Il demeure positif et statistiquement significatif pour les années $t=2$ et $t=3$ aussi bien pour l'échantillon total que pour les hausses de dividende. Ce résultat ne supporte pas l'hypothèse de « neutralité » ni celle des coûts d'agence pour les hausses de dividende mais permet de retenir l'hypothèse de la « neutralité » pour les cas de baisses de dividendes.

******* Insérer le Tableau 4 ici *******

Nous avons voulu vérifier si nos résultats étaient affectés par le choix du dénominateur dans la définition des changements de bénéfices. Pour ce faire, nous avons testé une autre version du modèle en utilisant la valeur comptable (*VC*) des actions au lieu de leurs prix boursiers comme suit :

$$\frac{BPA_t - BPA_{t-1}}{VC_0} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{DPA_1 - DPA_0}{DPA_0} + \alpha_2 RFP_{t-1} + \xi_t \quad (4)$$

Les résultats sont rapportés au tableau 5. On y voit des résultats assez différents pour le coefficient α_2 . Celui-ci n'est pas significatif pour l'échantillon total et dans le cas des

hausse de dividendes, il l'est à l'année $t=2$ seulement, mais son signe serait positif contrairement à celui du tableau 4. Par contre, le coefficient α_1 ne se trouve pas affecté. Il demeure positif et statistiquement significatif pour l'échantillon total et les hausses de dividendes.

Globalement, les résultats permettent de conclure que les bénéfices futurs sont positivement corrélés avec les changements à la hausse de dividendes pour au moins les deux années subséquentes à la décision des gestionnaires d'augmenter le dividende. Ce résultat est conforme à celui de Nissim et Ziv (2001) pour les entreprises américaines et renforce l'hypothèse classique du contenu informationnel du dividende³.

******* Insérer le Tableau 5 ici *******

5. CONCLUSION

Nous avons analysé dans cette étude la relation entre les décisions de changement de dividendes et les variations des bénéfices qui s'en suivaient. Les résultats montrent que généralement les décisions d'augmentation des dividendes sont suivies par une augmentation des bénéfices en particulier au cours des deux années qui suivent cette décision. Ce n'est cependant pas le cas des décisions de diminution des dividendes qui ne semblent pas être reliés aux changements subséquents des bénéfices. Ces résultats sont robustes et résistent à différentes spécifications de notre modèle. Ils ne supportent pas l'hypothèse de la neutralité des dividendes vis-à-vis des bénéfices futurs, ni l'hypothèse selon laquelle la décision de distribuer des dividendes est dictée par un souci de réduction

³ Nous avons effectué d'autres tests de robustesse pour vérifier la solidité des résultats. En particulier, nous avons estimé le modèle (1) en répartissant l'échantillon total en deux sous échantillons égaux en fonction de la taille des entreprises puis en fonction du ratio de distribution du dividende. Les résultats demeurent sensiblement identiques.

des coûts d'agence. Ces résultats suggèrent plutôt que le dividende véhicule de l'information sur les bénéfices futurs, en particulier dans le cas où ces dividendes sont à la hausse, et que cette information est supplémentaire à celle contenue dans le niveau de rentabilité actuelle de l'entreprise.

Cette étude contribue aux connaissances sur le phénomène de la politique de dividende de multiples façons. Tout d'abord, nous avons utilisé des données canadiennes alors que les autres études ont porté exclusivement sur des données américaines. Ensuite, nous rapportons des résultats qui ne sont pas biaisés par la formulation des modèles statistiques contrairement aux études antérieures dont les résultats étaient sensibles à la définition des changements des bénéfices futurs. Finalement, nos résultats véhiculent clairement le message que les entreprises canadiennes signalent leur rentabilité future par le biais des augmentations de dividende.

Nous espérons que ces résultats entraîneront d'autres études canadiennes sur le sujet pour réduire, un tant soit peu, la controverse qui règne sur ce thème important de la théorie financière, en l'occurrence la politique de dividende des entreprises.

LISTE DES CITATIONS

- Adjaoud, F., 1984, "The Information Content of Dividends: A Canadian Test Canadian", *Journal of Administrative Sciences* 1, 338-351.
- Adjaoud, F., 1986, "La réticence des firmes à baisser le dividende: le cas canadien", *Finance, Revue française de finance* 7: 169-181.
- Aharony, J. et I. Swary, 1980, "Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis", *Journal of finance* 35, 1-12.
- Asquith, P. et D. Mullins, 1983, "The impact of initiating dividend payments on shareholders, wealth", *Journal of finance* 56, 77-96.
- Baker, M. et J. Wurgler, 2004, "A Catering theory of dividends", *Journal of Finance* 59, 1125-1165.
- Bajaj, M. et A.M. Vijh, 1990, "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes", *Journal of Financial Economics* 26, 193-219.
- Ball, R., A. Robin et J. Wu, 2003, "Incentives versus standards: Properties of accounting income in four East Asian Countries", *Journal of Accounting and Economics* 36, 235-270.
- Benartzi, S., R. Michaely et R. Thaler, 1997, "Do changes in dividends signal the future or the past?", *Journal of Finance* 52, 1007-1034.
- Benartzi, S., G. Grullon, R. Michaely, et R. Thaler, 2002, "Changes in dividends (still) signal the past", *working paper*, Cornell University.
- Berk J.B., R.C. Green et V. Naik, 1999, "Optimal Investment, Growth Options, and Security Returns" *Journal of Finance* 54, 1553-1607

- Bhattacharya, S. 1979, "Imperfect information, dividend policy, and the "bird in the hand fallacy", *Bell Journal of Economics* 52, 1007-1034.
- Brook, Y., W.C. Charlton et R.J. Hendershott, 1998, "Do Firms use Dividends to Signal large Future Cash Flows?", *Financial Management* 27, 46-57.
- Charest, G., 1978, "Dividend information, Stock returns and market efficiency: II, *Journal of Financial Economics* 6, 297-330.
- DeAngelo, H. et L. DeAngelo, 1990, "Dividend policy and financial distress: an empirical examination of troubled NYSE firms", *Journal of Finance* 45, 1415-1431.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, et D.J. Skinner, 1996, "Reversal of Fortune Dividend Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings growth", *Journal of Financial Economics* 40, 341-371.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, et D.J. Skinner, 2004, "Are dividends disappearing? Dividend concentration and the consolidation of earnings", *Journal of Financial Economics* 72, 425-456.
- Dyl, E.A. et R. Weigand, 1998, "The information Content of Dividend Initiations: Additional information", *Financial Management* 27, 27-35.
- Fama, E.F. et K. French, 2000, "Forecasting profitability and earnings", *Journal of Business* 73, 161-175.
- Fama, E.F. et K. French, 2001, "Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay", *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.

- Freeman, R.N., J.A. Ohlson et S.H. Penman, 1982, "Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting Research* 20, 639-653.
- Gonedes, N., 1978, "Corporate signaling, external accounting, and capital market equilibrium: Evidence on dividends, income, and extraordinary items", *Journal of Accounting Research* 16, 26-79.
- Grullon, G., R. Michaely et B. Swaminathan, 2002, "Are dividend changes a sign of firm maturity?", *Journal of Business* 75: 387-424
- Healy, P. et K.G. Palepu, 1988, "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions", *Journal of financial Economics* 21, 149-176.
- Jensen, M.C., 1986, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and takeovers", *American Economic Review* 76, 323-329.
- John, K. et J. Williams, 1985, "Dividends, dilution and taxes: A signaling equilibrium", *Journal of finance* 40, 1053-1070.
- Kalay, A. et U. Lowenstein, 1985, "Predictable Returns and excess returns: The case of dividend announcements", *Journal of Financial Economics* 14, 423-449.
- Lintner, J.V., 1956, "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes", *American Economic Review* 46, 97-113.
- Miller, M. 1987, "The Informational Content of Dividends" in *Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani*, Eds. John Bossons, Rudiger Dornbusch and Stanley Fischer, MIT Press.
- Miller, M.H. et K. Rock, 1985, "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of Finance* 40, 1031-1051.

- Modigliani, F. et M.H. Miller, 1961, "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business* 34, 411-433.
- Nissim, D. et A. Ziv, 2001, "Dividend changes and future profitability", *Journal of Finance* 56, 2111-2133.
- Penman, S.H., 2001, "Financial Statement Analysis and Security Valuation",
(McGraw-Hill Irwin: New York).
- Skinner, D.J., 2004, "What do dividends tell us about earnings quality?", *Document de travail*, University of Chicago Graduate School of Business.
- Venkatesh, P.C., 1989, "The Impact of Dividend Initiation on the Information Content of Earnings Announcements and Returns Volatility", *Journal of Business* 62, 175-197.
- Watts, R., 1973, "The Information content of dividends", *Journal of Business* 46, 191-211.
- Watts, R., 2003, "Conservatism in accounting part I: Explanations and implications", *Accounting Horizons* 17, 207-221.
- White, H.S., 1980, "A heteroscedasticity-consistent covariance matrix estimators and a direct test for heteroscedasticity", *Econometrica* 48, 817-838.

Tableau 1.

Ce tableau rapporte les statistiques descriptives de l'échantillon total et des différents sous-échantillons.

	Échantillon total	Dividende à la hausse	Dividende à la baisse	Dividende stable
<i>Variation du dividende en dollar</i>				
Médiane	0.000	0.025	-0.096	0.000
Moyenne	-0.051	0.054	-0.443	0.000
Écart-type	0.779	0.116	1.831	0.000
Maximum	2.050	2.050	-0.001	0.000
Minimum	-20.500	0.001	-20.500	0.000
Coefficient d'aplatissement	451.920	166.816	79.174	---
Coefficient d'asymétrie	-19.901	11.053	-8.458	---
<i>Variation du dividende en pourcentage</i>				
Médiane	0.000	0.143	-0.333	0.000
Moyenne	0.032	0.207	-0.363	0.000
Écart-type	0.261	0.182	0.268	0.000
Maximum	0.927	0.927	-0.002	0.000
Minimum	-0.993	0.005	-0.993	0.000
Coefficient d'aplatissement	3.180	2.299	-0.763	---
Coefficient d'asymétrie	-0.671	1.553	-0.450	---
<i>Bénéfice par action</i>				
Médiane	0.0445	0.077	-0.032	0.034
Moyenne	-0.022	0.152	-0.438	-0.043
Écart-type	2.305	2.177	2.495	2.347
Maximum	31.50	31.50	8.010	10.586
Minimum	-34.11	-13.74	-24.613	-34.11
Coefficient d'aplatissement	88.244	95.248	43.357	107.041
Coefficient d'asymétrie	-1.475	6.373	-4.808	-7.306
<i>Variation du bénéfice par action en pourcentage</i>				
Médiane	0.059	0.111	-0.089	-0.026
Moyenne	0.538	0.596	-0.139	0.780
Écart-type	9.429	5.527	8.007	13.120
Maximum	246.884	100.487	67.733	246.884
Minimum	-59.796	-19.487	-59.796	-33.431
Coefficient d'aplatissement	394.322	210.665	50.733	271.971
Coefficient d'asymétrie	16.222	13.106	-0.810	15.112
<i>Rendement sur les fonds propres</i>				
Médiane	11.235	13.700	7.270	8.800
Moyenne	11.205	16.295	2.063	9.168
Écart-type	23.499	20.449	27.052	23.707
Maximum	431.720	226.57	77.580	431.720
Minimum	-160.920	-30.87	-160.920	-112.040
Coefficient d'aplatissement	96.167	50.991	15.433	200.665
Coefficient d'asymétrie	4.896	6.031	-3.199	10.642
<i>Ratio du cours boursier sur la valeur comptable</i>				
Médiane	1.500	1.660	1.400	1.340
Moyenne	2.078	2.368	1.743	1.878
Écart-type	3.553	2.957	1.349	4.716
Maximum	104.760	27.610	10.570	104.760
Minimum	0.260	0.340	0.260	0.320
Coefficient d'aplatissement	519.464	38.918	13.841	449.252
Coefficient d'asymétrie	19.337	5.821	3.144	20.597

Tableau 2.

Ce tableau rapporte les résultats du modèle (1) suivant :

$$\frac{BPA_t - BPA_{t-1}}{P_0} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{DPA_1 - DPA_0}{DPA_0} + \xi_t, \text{ où } BPA_t \text{ est le bénéfice par action (t = 1, 2, 3), } P_0 \text{ est}$$

le prix boursier par action à la fin de l'année du changement du dividende, DPA_t est le dividende par action et N est le nombre d'observations. La première ligne rapporte le coefficient de chaque variable, la deuxième rapporte la statistique t de Student corrigée pour l'hétéroscédasticité selon la procédure de white (1980), et la troisième ligne rapporte la valeur p .

Partie A: Échantillon total				
t	α_0	α_1	R^2	N
1	-0.0025	0.0488	0.0129	851
	-0.4298	1.8500		
	0.6675	0.0647		
2	0.0010	0.0524	0.0189	807
	0.2178	2.6622		
	0.8276	0.0079		
3	-0.0054	0.0950	0.0451	744
	-0.9445	3.8815		
	0.3452	0.0001		
Partie B: Dividende à la hausse				
t	α_0	α_1	R^2	N
1	0.0003	0.0448	0.0092	618
	0.0588	2.1836		
	0.9531	0.0294		
2	0.0025	0.0528	0.0077	587
	0.4226	2.0059		
	0.6727	0.0453		
3	-0.0006	0.0811	0.0120	536
	-0.0572	1.6068		
	0.9544	0.1087		
Partie C: Dividende à la baisse				
t	α_0	α_1	R^2	N
1	-0.0210	0.0122	0.0002	233
	-1.2922	0.1875		
	0.1976	0.8515		
2	-0.0150	0.0199	0.0011	220
	-1.1786	0.4421		
	0.2398	0.6589		
3	-0.0194	0.0712	0.0115	208
	-1.3105	1.3601		
	0.1915	0.1753		

Tableau 3

Ce tableau rapporte les résultats du modèle (2) suivant :

$$\frac{BPA_t - BPA_{t-1}}{VC_0} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{DPA_1 - DPA_0}{DPA_0} + \xi_t, \text{ où } BPA_t \text{ est le bénéfice par action } t \text{ (} t = 1, 2, 3 \text{), } VC_0$$

est la valeur comptable par action à la fin de l'année du changement du dividende, DPA_t est le dividende par action et N est le nombre d'observations. La première ligne rapporte le coefficient de chaque variable, la deuxième rapporte la statistique t de Student corrigée pour l'hétéroscédasticité selon la procédure de white (1980), et la troisième ligne rapporte la valeur p .

Partie A: Échantillon total				
t	α_0	α_1	R ²	N
1	-0.0646	0.4882	0.0106	862
	-0.8897	1.2521		
	0.3739	0.2109		
2	0.0009	0.1248	0.0355	822
	0.1212	3.9459		
	0.9036	0.0001		
3	0.0002	0.1359	0.0344	765
	0.0194	4.0054		
	0.9846	0.0001		
Partie B: Dividende à la hausse				
t	α_0	α_1	R ²	N
1	0.0038	0.1232	0.0186	627
	0.3833	2.1603		
	0.7017	0.0311		
2	-0.0067	0.1640	0.0204	599
	-0.5890	2.7707		
	0.5561	0.0058		
3	-0.0006	0.1562	0.0136	556
	-0.0360	2.2898		
	0.9713	0.0224		
Partie C: Dividende à la baisse				
t	α_0	α_1	R ²	N
1	0.1712	1.0862	0.0096	235
	0.9122	1.0411		
	0.3626	0.2989		
2	-0.220	0.0661	0.0056	223
	-1.0698	0.9745		
	0.2859	0.3309		
3	-0.0471	0.0361	0.0016	209
	-1.7607	0.4445		
	0.0798	0.6572		

Tableau 4.

Ce tableau rapporte les résultats du modèle (3) suivant :

$$\frac{BPA_t - BPA_{t-1}}{P_0} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{DPA_1 - DPA_0}{DPA_0} + \alpha_2 RFP_{t-1} + \xi_t, \text{ où } BPA_t \text{ est le bénéfice par action (t = 1, 2, 3), } P_0 \text{ est le prix boursier par action à la fin de l'année du changement du dividende, } DPA_t \text{ est le dividende par action, } RFP \text{ est le rendement sur les fonds propres et N est le nombre d'observations. La première ligne rapporte le coefficient de chaque variable, la deuxième rapporte la statistique } t \text{ de Student corrigée pour l'hétéroscédasticité selon la procédure de white (1980), et la troisième ligne rapporte la valeur } p.$$

Partie A: Échantillon total					
t	α_0	α_1	α_2	R ²	N
1	-0.2544	0.1795	0.0166	0.0677	862
	-1.2153	1.1509	1.3386		
	0.2246	0.2501	0.1811		
2	-0.0038	0.1322	0.0002	0.0420	821
	-0.2364	4.4384	0.1651		
	0.8132	0.0000	0.8689		
3	-0.0385	0.1261	0.0025	0.1105	764
	-2.0556	3.7511	1.9594		
	0.0402	0.0002	0.0504		
Partie B: Dividende à la hausse					
t	α_0	α_1	α_2	R ²	N
1	-0.0444	0.0911	0.0034	0.1930	627
	-3.8588	1.6461	6.0847		
	0.0001	0.1003	0.0000		
2	-0.0232	0.1584	0.0010	0.0356	599
	-0.9944	2.8597	0.8179		
	0.3204	0.0044	0.4137		
3	-0.0526	0.1484	0.0032	0.1689	555
	-2.1921	2.3141	2.5697		
	0.0288	0.0210	0.0104		
Partie C: Dividende à la baisse					
t	α_0	α_1	α_3	R ²	N
1	-0.0281	0.7507	0.0375	0.1257	235
	-0.2765	1.0719	1.2269		
	0.7824	0.2849	0.2211		
2	0.0212	0.0767	-0.0046	0.1307	222
	0.7263	1.5186	-2.2641		
	0.4685	0.1303	0.0245		
3	-0.0196	0.0294	-0.0023	0.0341	209
	-0.5921	0.3750	-1.3316		
	0.5544	0.7080	0.1845		

Tableau 5.

Ce tableau rapporte les résultats du modèle (4) suivant :

$$\frac{BPA_t - BPA_{t-1}}{VC_0} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{DPA_1 - DPA_0}{DPA_0} + \alpha_2 RFP_{t-1} + \xi_t, \text{ où } BPA_t \text{ est le bénéfice par action (t = 1, 2, 3),}$$

VC_0 est La valeur comptable par action à la fin de l'année du changement du dividende, DPA_t est le dividende par action, RFP est le rendement sur les fonds propres et N est le nombre d'observations. La première ligne rapporte le coefficient de chaque variable, la deuxième rapporte la statistique t de Student corrigée pour l'hétéroscédasticité selon la procédure de white (1980), et la troisième ligne rapporte la valeur p .

Partie A: Échantillon total					
t	α_0	α_1	α_3	R ²	N
1	-0.0226	0.0157	0.0018	0.0926	851
	-2.0037	0.7543	2.6209		
	0.0454	0.4509	0.0089		
2	0.0149	0.0706	-0.0011	0.0691	806
	2.1983	4.1609	-2.8241		
	0.0282	0.0000	0.0049		
3	-0.0007	0.0960	-0.0003	0.0476	743
	-0.1057	3.9161	-1.5104		
	0.9159	0.0001	0.1314		
Partie B: Dividende à la hausse					
t	α_0	α_1	α_3	R ²	N
1	-0.0152	0.0342	0.0011	0.0776	618
	-2.2619	1.7089	2.9182		
	0.0241	0.0880	0.0036		
2	0.0150	0.0561	-0.0008	0.0398	587
	2.3370	2.1795	-2.3991		
	0.0198	0.0297	0.0167		
3	0.0006	0.0812	-0.0001	0.0122	535
	0.0532	1.6101	-0.5939		
	0.9576	0.1080	0.5529		
Partie C: Dividende à la baisse					
t	α_0	α_1	α_3	R ²	N
1	-0.0357	-0.0132	0.0028	0.1077	233
	-2.7084	-0.2358	1.7780		
	0.0073	0.8138	0.0767		
2	0.0134	0.0347	-0.0030	0.1210	219
	0.9336	0.9605	-2.8331		
	0.3515	0.3379	0.0050		
3	-0.0018	0.0666	-0.0015	0.0368	208
	-0.0993	1.2938	-1.4765		
	0.9210	0.1972	0.1413		